

Khủng hoảng tài chính toàn cầu: diễn biến, nguyên nhân và bài học kinh nghiệm

NGUYỄN BÁ MINH

Đã có không ít giấy mực và trí tuệ bàn về cơn chấn động khủng hoảng tài chính thế giới diễn ra trong các năm 2007, 2008, song, bài viết này muốn có một đóng góp vừa mang tính học thuật, vừa có những phân tích, đánh giá thực tiễn nhằm cung cấp thêm một cách tiếp cận tổng quát, toàn diện, chân thực về cuộc khủng hoảng này và đề xuất đối sách cho Việt Nam.

1. Khái niệm, đối tượng, phạm vi nghiên cứu về cuộc khủng hoảng tài chính

Trong lĩnh vực tài chính, thế giới đã trải qua nhiều cơn khủng hoảng lớn. Những ví dụ điển hình là khủng hoảng thị trường chứng khoán Mỹ năm 1987, khủng hoảng tài chính Đông Á năm 1997, khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2007-2008. Châu Âu cũng đã để xảy ra khủng hoảng tiền tệ 1992-1993. Các nước Mỹ Latinh và Trung Mỹ cũng chứng kiến nhiều cơn khủng hoảng nghiêm trọng (như các cuộc khủng hoảng tiền tệ tại Mexico năm 1994, Ecuador và Brazil năm 1999, Argentine năm 2001-2002). Nga cũng đã trải qua khủng hoảng tiền tệ đầu tiên sau cải cách vào năm 1998. Cộng hòa dân chủ nhân dân Triều Tiên cũng tự mình gây ra cuộc khủng hoảng tiền tệ bằng hành động đổi tiền trong năm 2009.

Mỗi một cuộc khủng hoảng có những sắc thái riêng, nguyên nhân, diễn biến riêng, đối tượng, phạm vi, hậu quả của khủng hoảng cũng khác nhau, nhưng tựu trung lại đều là những cơn địa chấn tài chính-tiền tệ-chứng khoán-ngân hàng xảy ra đột ngột trên diện rộng. Vậy, có thể đưa ra một khái niệm chung về khủng hoảng tài chính hay không?

Có thể có nhiều cách tiếp cận và định nghĩa khác nhau, nhưng chúng tôi cho rằng: *Khủng hoảng tài chính là những khủng hoảng xảy ra trước hết và nghiêm trọng đối*

với các tổ chức tài chính trên thị trường tài chính. Khủng hoảng tài chính thế giới là một khủng hoảng tài chính xảy ra với các tổ chức tài chính trên thị trường tài chính và có phạm vi rộng, vượt qua biên giới một quốc gia, nhiều nước, dù muốn hay không, cũng bị lôi kéo vào và chịu ảnh hưởng bởi khủng hoảng.

Khủng hoảng tài chính thế giới năm 2007-2008 xảy ra khi các tổ chức tài chính đột ngột mất khả năng thanh khoản, đối mặt trực tiếp với phá sản, bị mua lại, bị giải thể, phải cầu viện đến sự cứu trợ của Nhà nước và/hoặc các tổ chức tài chính quốc tế, đi kèm với sự sụt giảm sâu, trên diện rộng các chỉ số chứng khoán, tiền tệ.

Trong thời gian khủng hoảng tài chính “phát bệnh”, hiện tượng “tháo chạy” thường hay xảy ra, các lỗ hổng tài chính (*kể cả lỗ hổng về cơ chế, chính sách, thể chế thị trường, về kỹ thuật, về giám sát, về kế toán...*) xuất hiện ngày càng nhiều, mức độ tuy có khác nhau nhưng nhiều khi rất đa dạng và bất ngờ, gây ra nhiều tác động tiêu cực, không lường trước được đối với hệ thống kinh tế, chính trị và an sinh xã hội, thương mại, đầu tư, cũng như các hoạt động sản xuất, tiêu dùng đều suy giảm và dẫn đến suy thoái kinh tế.

Nguyễn Bá Minh, TS., Học viện Tài chính.

Xu hướng chủ đạo trong thời kỳ xảy ra khủng hoảng tài chính là khi thị trường rơi vào cơn hoảng loạn, các chỉ số chứng khoán giảm nhanh, mạnh trong một khoảng thời gian rất ngắn và kéo dài sự trì trệ trên, hồi phục rất yếu ớt, hoặc không phục hồi.

Đối tượng của khủng hoảng tài chính là các tổ chức tài chính bao gồm các ngân hàng, tổ chức tín dụng, các trung gian tài chính khác tham gia thị trường tài chính. Trong đó, trực tiếp và dễ nhận thấy nhất là các định chế tài chính tham gia thị trường chứng khoán

Về phạm vi, khó có thể khoanh phạm vi ảnh hưởng của khủng hoảng tài chính do hệ thống của thị trường tài chính thế giới ngày nay hội nhập rất sâu rộng. Hiện nay, hầu hết các cuộc khủng hoảng đều mang tính chất thế giới, có sự lan tỏa nhanh chóng và rộng rãi.

2. Diễn biến cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu

Khủng hoảng tài chính năm 2008 không diễn ra đột ngột, không ngẫu nhiên mà có cả quá trình hình thành và phát triển, từ lúc xuất hiện các triệu chứng tới khi ủ bệnh, rồi bùng phát cũng kéo dài tới cả năm. Có thể chia thành 3 thời kỳ như sau:

- Thời kỳ xuất hiện các triệu chứng khủng hoảng: từ tháng 3-2008 trở về trước, khoảng quý II năm 2007.

- Thời kỳ ủ bệnh: từ tháng 3 đến giữa tháng 9-2008 (khoảng 2 quý).

- Thời kỳ bùng phát: từ ngày 15-9-2008 đến cuối năm 2008, cả thế giới rơi vào hoảng loạn.

• Xuất hiện các triệu chứng khủng hoảng tài chính

Trước tháng 3-2008, trên thị trường bất động sản Mỹ nảy sinh khá nhiều vấn đề, chủ yếu là những vấn đề của thị trường bất động sản. Nếu “vấn đề bất động sản” được kiểm soát và được “khoanh lại” ở thị trường bất động sản thì cũng không xảy ra khủng hoảng tài chính. Tuy nhiên, những vấn đề

của thị trường bất động sản đã kéo theo các vấn đề về tính thanh khoản trên thị trường tài chính. Chính điều đó đã tạo ra những dấu hiệu hoặc triệu chứng khá rõ rệt của một cuộc khủng hoảng tài chính.

Khi một hoặc một số tổ chức tài chính rơi vào khó khăn, mất tính thanh khoản thì sẽ phát đi những tín hiệu không tốt. Nếu những tín hiệu đó không được kiểm soát và điều chỉnh thì thị trường rất dễ rơi vào tình trạng đổ vỡ. Sự đổ vỡ sẽ trở thành khủng hoảng khi nhiều tổ chức tín dụng đều lâm vào tình trạng mất khả năng thanh khoản.

Trong cơn khủng hoảng tài chính thế giới năm 2007-2008, triệu chứng đầu tiên xuất hiện vào ngày 2-2-2007 khi Metropolitan Savings Bank tuyên bố phá sản. Tiếp theo, đã có khá nhiều triệu chứng tương tự xuất hiện, đáng chú ý là sự kiện New Century Financial Corporation (công ty tài chính thế kỷ mới) đệ đơn xin phá sản vào tháng 8-2007. Trong thời kỳ này, trên thị trường tài chính, nhiều ngân hàng và các tổ chức tài chính khác cũng rơi vào tình trạng sụt giảm giá trị do cổ phiếu mất giá khá nhanh và mạnh làm cho người gửi tiền hoảng sợ và rút tiền ra khỏi các tổ chức này, gây ra hiện tượng đột ngột rút tiền ồ ạt, làm trầm trọng thêm tính mất thanh khoản của những tổ chức tài chính đó. Các tổ chức tài chính khác, tuy tình hình tài chính có tốt hơn, song cũng không đứng ngoài phạm vi ảnh hưởng.

Tuy nhiên, sự kiện đáng chú ý nhất trên thị trường tài chính Mỹ là sự sụp đổ của ngân hàng đầu tư Bear Stearns vào ngày 17-3-2008. Bear Stearns là một ngân hàng lớn thứ 5 nước Mỹ, do không chịu đựng được khoản thua lỗ 3,2 tỷ USD đầu tư cho vay bất động sản nên đã bị đối thủ JP Morgan Chase “nuốt gọn” chỉ với mức giá 2 USD/cổ phiếu. Biết rằng, mới cách đó một năm, giá mỗi cổ phiếu Bear Stearns là 170 USD. Ngay như giá chào bán lần đầu hơn 20 năm trước (1985), cổ phiếu của ngân hàng này cũng đã là 6 USD.

Bear Stearns sụp đổ là một trong những hậu quả đáng sợ nhất của cơn bão “tín dụng dưới chuẩn” hoành hành khắp nước Mỹ và là một triệu chứng rõ nhất của cơn khủng hoảng sắp diễn ra. Sự kiện này đã khiến giới đầu tư chứng khoán toàn cầu mất niềm tin sâu sắc và dẫn tới một đợt bán tháo cổ phiếu lớn trên phạm vi toàn cầu ngay sau đó¹.

Khi mọi người đều lo sợ, thì nguy cơ khan hiếm tín dụng sẽ hình thành và phát triển nhanh chóng, tính thanh khoản của thị trường càng bị đe dọa trầm trọng. Đến một mức độ nào đó, các rủi ro thanh khoản trở nên trầm trọng và gây ra hiện tượng phá sản của các tổ chức tài chính. Khi sự phá sản của nhiều tổ chức tài chính trở thành không kiểm chế nổi và lan rộng thì cũng là lúc khủng hoảng nổ ra. Trên thực tế, khủng hoảng tài chính thế giới năm 2007-2008 thực sự bùng phát và được đánh dấu bởi “cái chết” của Lehman Brothers vào tháng 9-2008.

• *Khủng hoảng bùng phát khi Lehman Brothers tuyên bố phá sản*

Ngày 15-9-2008, ngân hàng đầu tư Lehman Brothers (158 tuổi) đã chính thức nộp đơn xin phá sản theo Luật Phá sản Mỹ.

Tại thời điểm phá sản, cổ phiếu của Lehman đã mất tới 91% so với giá đầu năm 2008. Trong quý II/2008, Lehman thua lỗ nhiều tỷ USD vì các khoản cho vay dưới tiêu chuẩn (*chủ yếu do khách hàng không còn khả năng thanh toán các khoản nợ mua nhà dưới tiêu chuẩn*). Ngay trong quý III/2008, Lehman Brothers đã lỗ 3,9 tỷ USD, nâng mức thua lỗ tổng cộng trong 2 quý II và III/2008 lên gần 7 tỷ USD.

Cơn chấn động thị trường chứng khoán Mỹ đã bùng phát bất chấp những lời trấn an về nền kinh tế Mỹ từ phía Bộ trưởng Bộ Tài chính Paulson và Tổng thống Mỹ George W. Bush. Thị trường chứng khoán Mỹ rớt giá thảm hại. Chỉ số Dow Jones sụt tới 504 điểm (4,4%) trong một ngày, đánh dấu ngày giảm mạnh nhất từ sau vụ khủng bố ngày 11-9-2001. Cùng ngày, tất cả các

thị trường tài chính, tiền tệ, chứng khoán thế giới đều mất điểm và biến động sâu sắc; đồng đôla Mỹ mất giá mạnh so với hầu hết các đồng tiền chủ chốt; các thị trường chứng khoán trên thế giới giảm điểm rất mạnh và lan rộng thành khủng hoảng tài chính thế giới.

3. Nguyên nhân khủng hoảng tài chính toàn cầu

• *Nợ dưới chuẩn: cội nguồn của khủng hoảng*

Trong thời kỳ bùng nổ của thị trường địa ốc Mỹ, các tổ chức tài chính ngân hàng phát triển rất nhanh chóng nhờ tung ra các sản phẩm đặc biệt để cho vay bất động sản. Nổi lên trong số đó là việc các sản phẩm cho vay dưới tiêu chuẩn, với các điều kiện vay dễ dãi hơn những quy định chuẩn mực đã có từ trước.

Nợ dưới tiêu chuẩn (nợ dưới chuẩn) là việc các đối tượng có mức tín nhiệm thấp, thường là những người nghèo, không có công ăn việc làm ổn định, vị thế xã hội thấp hoặc có lịch sử thanh toán tín dụng không tốt trong quá khứ cũng được vay tiền từ các ngân hàng để đầu tư bất động sản. Nợ dưới chuẩn là một hình thức vay nợ rất dễ dàng, không cần những thủ tục khắt khe, thậm chí không cần đến cả tài sản thế chấp – ngoại trừ chính tài sản mua bằng nguồn vốn vay đó. Bởi vậy, nợ dưới chuẩn chứa đựng rủi ro cao hơn, song bù lại có mức lãi suất cũng hấp dẫn hơn nhiều so với các khoản nợ đúng chuẩn.

Nhờ cơ chế này mà thị trường bất động sản Mỹ đã có một thời kỳ phát triển rực rỡ. Trong những năm 2002-2006, hầu như bất kỳ ai có ý tưởng mua nhà đều có thể vay tiền đầu tư vào bất động sản. Cung cầu diễn ra khá sầm uất. Ai cũng mua cũng chờ

1. James Cayne, cựu CEO và là một trong những cổ đông cá nhân lớn nhất của Bear Stearns rời tập đoàn với lượng cổ phiếu trị giá khoảng 13,4 triệu USD, trong khi vào thời điểm tháng 1-2007, chúng có giá tới 1,2 tỷ USD.

giá nhà lên cao rồi sang lại kiếm lời. Tiền chênh lệch do giá nhà lên cao thừa đủ trang trải chi phí vay tiền. Khi thị trường bất động sản còn trong giai đoạn phát triển thì những khoản nợ dưới chuẩn cũng không gây ra tác hại gì. Kể đến sau trả tiền cho người đi trước. Ngân hàng, các trung gian tài chính và người đầu tư cùng chia sẻ món lợi béo nỏ này. Tuy nhiên, mọi chuyện sẽ chấm hết và chuyển sang trang đen tối khi thị trường đi xuống.

• *Chứng khoán hóa các khoản nợ dưới chuẩn: một sáng kiến không được kiểm soát*

Không những thế, các khoản nợ dưới chuẩn còn được biến thành chứng khoán và được đem trao đổi, mua đi bán lại trên thị trường chứng khoán (gọi là chứng khoán hóa các khoản vay bất động sản). Thực chất, đó là quá trình huy động vốn trên thị trường chứng khoán bằng cách sử dụng các tài sản có sẵn trên bảng cân đối kế toán làm tài sản đảm bảo cho việc phát hành các loại chứng khoán nợ. Khi chứng khoán nợ được phát hành và mua bán trên thị trường thì người cho vay bất động sản không nhất thiết phải gánh chịu rủi ro tín dụng, vì những rủi ro ấy đã được chuyển hóa sang người mua và nắm giữ chứng khoán nợ này. Chính điểm này cũng là cơ sở thúc đẩy các ngân hàng đầu tư bơm vốn cho vay dưới tiêu chuẩn.

Chứng khoán hóa các khoản nợ dưới chuẩn để đầu tư bất động sản tại Mỹ đã làm cho thị trường địa ốc và thị trường tài chính Mỹ - Âu càng trở nên sôi động và rất dễ kiếm lời. Rất nhiều công ty đã phát triển rất nhanh nhờ phát hành các khoản vay dành cho những người muốn mua nhà mà không cần nhiều điều kiện, thậm chí không phải cung cấp một thông tin nào về thu nhập hoặc tài sản ngoài ngôi nhà mà họ sẽ mua.

Khi thị trường đi lên thì cũng không có vấn đề gì lớn, bởi nếu người mua nhà không có khả năng trả nợ, thì ngân hàng sẽ tịch biên ngôi nhà và phát mại với giá cao hơn

khoản vay. Các ngân hàng cho vay cũng dễ tìm được những nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán sẵn lòng mua lại các khoản vay bất động sản đã được chứng khoán hóa.

Tình hình sẽ rất tồi tệ khi thị trường địa ốc nổ bong bóng, bất động sản bắt đầu rớt giá. Khi đó, các sản phẩm cho vay đã được chứng khoán hóa không thể bán được nữa. Các nhà đầu tư bất động sản không trả được nợ. Các ngân hàng không thể hoá giá được các ngôi nhà đã tịch biên và lâm vào tình trạng mất khả năng thanh khoản vì không còn cách nào huy động vốn để cho vay mới. Thua lỗ từng ngày tăng cao càng làm trầm trọng hơn tính mất thanh khoản của các ngân hàng. Hậu quả là giá cổ phiếu của các ngân hàng này sẽ lao dốc không phanh, đẩy ngân hàng vào tình trạng bị phá sản, bị thâm tóm.

• *Mất cân đối toàn cầu*

Tuy nhiên, sự phát triển đến mức “bùng nổ” các khoản vay nợ dưới chuẩn để đầu tư bất động sản lại bắt nguồn sâu xa từ sự bất cân đối về nguồn vốn tín dụng toàn cầu. Cụ thể là từ nhiều năm trước khi xảy ra khủng hoảng, nguồn cung tín dụng đã trở nên thừa thãi, trong khi cầu về tín dụng từ phía các doanh nghiệp bị thu hẹp. Sự ứ đọng một nguồn vốn tín dụng với một số lượng lớn đã tạo thuận lợi cho sự dễ dãi sáng tạo ra cái gọi là cho vay dưới tiêu chuẩn để đầu tư bất động sản. Bởi nếu cho vay đúng chuẩn thì chả có ai dám vay đầu tư bất động sản nữa.

Trong những năm gần đây, giữa các nền kinh tế phát triển, nhất là Mỹ và các nền kinh tế mới nổi đã xuất hiện những mất cân đối lớn. Tại Mỹ và các nước phát triển, tỷ lệ tiết kiệm của nền kinh tế (%GDP) thấp, trong khi tại các nước mới nổi, tỷ lệ này cao hơn hẳn. Chính điều này đã tạo ra một mức chênh áp làm chuyển dịch dòng vốn từ các nước mới nổi sang các nước công nghiệp phát triển. Những dòng vốn này “củng cố” cho thâm hụt vãng lai và nợ nước ngoài của các nước công nghiệp phát triển,

nhất là Mỹ. Trên thực tế, đến giữa năm 2007, thâm hụt tài khoản vãng lai của Mỹ đã lên tới 4,6 nghìn tỷ USD, nợ nước ngoài tăng gần 4 lần.

Cho vay nợ dưới chuẩn là một giải pháp để giải quyết bài toán thừa vốn nhằm tối đa hóa lợi nhuận của các ngân hàng và các tổ chức tài chính nói chung. Nhưng việc cho vay nợ dưới chuẩn một cách thái quá trong một thời gian ngắn dẫn đến việc mất kiểm soát chất lượng tín dụng lại chính là nguyên nhân tạo nên cuộc khủng hoảng tín dụng bất động sản tại Mỹ năm 2007 và kéo theo đó là khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007-2008.

• Các chính sách sai lầm

Khủng hoảng nợ dưới chuẩn còn bắt nguồn một phần từ chính sách lãi suất của FED. Đứng trước nguy cơ suy thoái kinh tế do bong bóng “dot.com” tan vỡ năm 2001, chỉ trong khoảng hơn một năm rưỡi (tháng 5-2001 đến tháng 12-2002), FED đã liên tục hạ lãi suất từ 6,5% xuống còn 1,75% và sau đó duy trì khá lâu chính sách lãi suất rất thấp (khoảng 1%).

Trong bối cảnh nền kinh tế có lãi suất thấp kéo dài, việc đầu tư truyền thống không có lãi nhiều, do đó, các nhà đầu tư có xu hướng chuyển sang đầu tư vào những chỗ mạo hiểm hơn với hy vọng thu về lợi nhuận cao hơn. Mặt khác, các trung gian tài chính cũng mở rộng việc cung cấp tín dụng đến các đối tượng (gồm cả hộ gia đình và các công ty) có tình hình và khả năng tài chính hạn chế (giảm tiêu chuẩn, điều kiện cho vay). Rất nhiều gia đình, cho dù khả năng tài chính yếu, cũng đã bị xu hướng này làm cho hấp dẫn vì nó đặt các hộ gia đình trước cơ hội có thể mua tậu được những tài sản mà trước đây họ không dám mơ tới. Những ước mơ đó dường như được bảo đảm bằng một thị trường bất động sản luôn tăng tiến. Giai đoạn 2002-2006, thị trường bất động sản Mỹ ở trong thời kỳ bùng nổ, giá nhà đất luôn tăng (trung bình tăng 8,8%/năm), cùng với những sản phẩm

tài chính đặc biệt, việc đi vay và cho vay bất động sản dưới chuẩn dường như có một cơ sở rất vững chắc. Trong giai đoạn này, tỷ lệ cho vay dưới chuẩn đã tăng từ 9% lên 34% - đó là một tốc độ quá cao.

Thoát khỏi suy thoái, nền kinh tế có dấu hiệu phục hồi, nguy cơ lạm phát lại xuất hiện, FED lại điều chỉnh tăng lãi suất liên tục (khi thực hiện chính sách này, chỉ trong khoảng ngắn 2004-2006, FED đã 17 lần điều chỉnh lãi suất tăng từ 1%/năm lên 5,25%). Chính việc điều chỉnh như vậy đã tạo ra một xung lực nhiều chiều tác động mạnh lên cả nhà đầu tư vay tiền dưới chuẩn để mua nhà, cả các ngân hàng, các tổ chức trung gian tài chính. Thị trường bất động sản sụt giảm. Giá nhà đất không tăng mà còn giảm. Ngân hàng từ chối cho vay quá dễ dãi (dưới chuẩn) nay lại đổi sang “xiết chặt” càng khiến nhu cầu mua nhà trên thị trường bất động sản trở nên ảm đạm. Thị trường rơi vào trạng thái đóng băng. Khi đó, người có nhà cũng không bán được nhà để thu tiền về trả ngân hàng. Nhà bị tịch thu và bán hóa giá nhưng ngân hàng cũng không thể (hoặc rất khó) bán hóa giá các căn nhà đã tịch thu để thu hồi vốn, nên rơi vào tình trạng mất tính thanh khoản. Khủng hoảng tín dụng đã xảy ra với nhãn hiệu khủng hoảng tín dụng bất động sản dưới chuẩn của Mỹ.

Khủng hoảng nợ dưới chuẩn còn bắt nguồn một phần từ việc FED duy trì kéo dài chính sách lãi suất thấp.

• *Giám sát tài chính lỏng lẻo, quản lý rủi ro kém, đánh giá tín nhiệm sai và cung cấp thông tin sai cho thị trường*

Ngay từ thập niên 1990's, các công cụ phái sinh trên thị trường chứng khoán đã phát sinh và phát triển rất mạnh. Tuy nhiên, người Mỹ hơi chủ quan trong việc đánh giá và quản lý những rủi ro mà những công cụ phái sinh này có thể gây ra. Những lơ là trong giám sát và quản lý rủi ro của các cơ quan quản lý đã được dung túng bởi những số liệu đánh giá tín nhiệm

sai của các tổ chức đánh giá tín nhiệm tư nhân.

Đáng chú ý là hệ thống đánh giá tín nhiệm trên thị trường Mỹ lại do các công ty tư nhân đảm nhiệm và theo định nghĩa, công ty tư nhân hoạt động vì mục đích kiếm lời nên họ sẽ làm vì lợi nhuận, vì lợi ích của công ty mỗi khi có cơ hội. Thế nhưng, các kết quả đánh giá tín nhiệm đó lại được thị trường và chính phủ tin dùng. Cả trước, trong và sau khủng hoảng 2007-2008, Phố Uôn đều đã chứng kiến nhiều vụ đổ bể rất tai tiếng bắt nguồn từ những kết quả đánh giá tín nhiệm sai lầm theo hướng bao che, dung túng cho những tình hình tài chính thực tế đã xấu đi, các vụ “câu kết” với cơ quan kiểm toán, thậm chí cả EU và người dân Hy Lạp cũng đang gánh chịu hậu quả của những đánh giá, tư vấn sai lầm dạng này. Khủng hoảng tài chính 2007-2008 nổ ra cũng một phần do những đánh giá sai lầm của các công ty định mức tín nhiệm. Tuy nhiên, Mỹ vẫn chưa thay đổi chính sách.

Thị trường tài chính là đỉnh cao của các dạng thị trường. Một khi đã bị cung cấp thông tin sai lệch, cộng thêm cách thức giám sát lỏng lẻo, quản lý rủi ro kém, thì tất yếu sẽ bị đổ vỡ.

• Định hướng đầu tư sai

Do thiếu trình độ quản lý cơ bản, rất nhiều hộ gia đình Mỹ càng rất tin tưởng vào các cơ quan giám sát thị trường và những thông tin chính thức được công bố, cho dù chúng đã được tô hồng một cách khéo léo và tài nghệ. Mặt khác, các hộ gia đình lại được ngân hàng cho vay khá dễ dàng, dưới chuẩn, nên rất tin tưởng rằng đầu tư bất động sản vừa là một cơ hội thu lợi lớn, vừa có thể sở hữu được những căn nhà mà trước đây, có mơ họ cũng không dám nghĩ tới.

Trên thực tế thì những tín hiệu tăng tiến của thị trường bất động sản Mỹ thời kỳ bùng nổ đã rất kéo dài và toàn tin tốt. Tất cả những điều đó đều có tác dụng củng cố

thêm định hướng phải đầu tư vào thị trường bất động sản và càng thúc đẩy các hộ gia đình dấn sâu vào định hướng đầu tư sai lầm này. Chỉ đến khi thị trường đóng băng hoặc đổ vỡ thì họ mới kịp nhận ra nhưng đã quá muộn.

• Sự tham lam và thiếu thận trọng của các ngân hàng

Cuộc khủng hoảng nợ dưới chuẩn năm 2007 của Mỹ bắt nguồn từ sự quản lý lỏng lẻo trong cho vay tín dụng dưới chuẩn, từ những đánh giá và định hướng đầu tư sai lầm của các nhà đầu tư, nhưng cũng bắt nguồn cả từ lòng tham của thị trường mà đại diện là các trung gian tài chính.

Đã giảm nhẹ tiêu chuẩn cho vay lại còn phân tán rủi ro cho vay dưới chuẩn lên thị trường theo cái gọi là chứng khoán hóa. Chứng khoán hóa các khoản cho vay dưới chuẩn là một công cụ tài chính thông minh vì nó đã góp phần “chuyển lửa” các rủi ro tín dụng bất động sản từ phía ngân hàng (người cho vay đầu tiên và là người khởi xướng việc cho vay thấp hơn tiêu chuẩn) sang thị trường chứng khoán và những người đến sau. Rõ ràng, đó là một công cụ được sinh ra vì lợi ích của các trung gian tài chính.

Nếu cho vay dưới chuẩn và việc chứng khoán hóa các khoản cho vay dưới chuẩn được quản lý chặt chẽ, được phát hành và kiểm soát trong giới hạn an toàn thì chưa chắc đã có khủng hoảng xảy ra. Song, trên thực tế, vì lòng tham của ngân hàng và các tổ chức tài chính, các sản phẩm này đã bị lợi dụng thái quá, cộng thêm việc thị trường không được kiểm soát tốt nên chúng lại trở thành một tác nhân trực tiếp gây ra khủng hoảng.

4. Cách thức tạo ra khủng hoảng

Khủng hoảng tài chính thế giới 2008 bắt nguồn từ khủng hoảng bất động sản – một vấn đề khá “nội bộ” của Mỹ gắn liền với sáng kiến cho vay “dưới tiêu chuẩn” để đầu tư bất động sản và sáng kiến “chứng khoán hóa” các khoản cho vay dưới chuẩn trên thị

trường tài chính Mỹ. Cơ chế hình thành khủng hoảng diễn ra như các sơ đồ sau:

SƠ ĐỒ 1: Quy trình cho vay bất động sản dưới chuẩn

Ngân hàng đầu tư	Công ty tài chính chuyên cho vay bất động sản dưới chuẩn	Đại lý cho vay bất động sản dưới chuẩn	Hộ gia đình
<ul style="list-style-type: none"> • Ứng vốn cho công ty tài chính để dùng vào mục đích cho vay dưới chuẩn. • Mua lại Danh mục nợ dưới chuẩn từ công ty tài chính. 	<ul style="list-style-type: none"> • Phê duyệt hồ sơ vay dưới chuẩn để đầu tư bất động sản. • Gom các khoản cho vay lại và hình thành Danh mục cho vay dưới chuẩn. • Làm thủ tục thế chấp. • Giải ngân (cho vay) theo danh mục đã duyệt. • Bán Danh mục tín dụng dưới chuẩn nêu trên cho ngân hàng đầu tư để tất toán nguồn vốn đã được tạm ứng ban đầu. 	<ul style="list-style-type: none"> • Làm việc trực tiếp với các hộ gia đình có nhu cầu vay đầu tư bất động sản. • Thẩm định tín dụng. • Hoàn tất thủ tục, hồ sơ vay thế chấp bất động sản dưới chuẩn. • Chuyển hồ sơ đã thẩm định cho công ty tài chính phê duyệt. 	<ul style="list-style-type: none"> • Nhu cầu vay

Theo quy trình nêu trên, các công ty tài chính chỉ là trung gian nhưng lại trực tiếp thẩm định và giải ngân hồ sơ vay vốn. Tuy nhiên, công ty tài chính không cần phải có vốn cho vay. Vốn cho vay được các ngân

hàng đầu tư tạm ứng trước. Việc hoàn trả tạm ứng này được thực hiện bằng việc công ty tài chính bán lại danh mục nợ dưới chuẩn được thế chấp bằng tài sản đầu tư cho ngân hàng đầu tư.

SƠ ĐỒ 2: Quy trình chứng khoán hóa các khoản nợ đầu tư bất động sản dưới chuẩn

Ngân hàng đầu tư	Công ty đặc biệt
<ul style="list-style-type: none"> • Thành lập công ty đặc biệt trực thuộc. • Bán danh mục nợ dưới chuẩn vay mua nhà cho công ty đặc biệt để công ty này phát hành chứng khoán (trái phiếu) trên thị trường chứng khoán. 	<ul style="list-style-type: none"> • Phát hành trái phiếu đặc biệt theo danh mục tài sản thế chấp vay nợ dưới chuẩn đầu tư bất động sản nêu trên. • Công ty đặc biệt không có nhân viên, không có vốn, tài sản là Danh mục cho vay dưới chuẩn có thế chấp và các trái phiếu đã phát hành. • Các hoạt động nghiệp vụ (theo dõi, thu nợ, đòi nợ, thanh toán gốc, lãi trái phiếu... đều thuê ngoài, chính là công ty tài chính đã thẩm định và giải ngân vốn vay ở sơ đồ 1 làm thuê cho công ty đặc biệt (!). • Khi các Danh mục cho vay được thu hồi hết và thanh toán hết nợ trái phiếu cho nhà đầu tư thì công ty đặc biệt này được giải thể (hoàn thành nhiệm vụ).

Theo sơ đồ này, trái phiếu bán trên thị trường chứng khoán được đảm bảo bằng danh mục nợ có thế chấp bằng tài sản đầu tư từ vốn vay dưới chuẩn. Để dễ dàng tung các trái phiếu này lên thị trường, các công ty đặc biệt thường chia nhỏ chứng thành các gói khác nhau với các mức độ rủi ro và lãi khác nhau.

Kết hợp cả 2 sơ đồ trên, một nhận xét cần được ghi nhận là, theo lẽ thông thường, ngân hàng (người cho vay bất động sản) phải có vốn đủ để cho vay bất động sản một cách an

toàn. Tuy nhiên, theo lẽ “hiện đại” hơn, một khi các khoản cho vay được tái bán lại trên thị trường chứng khoán (qua phát hành trái phiếu – chứng khoán hóa) thì không nhất thiết phải đủ vốn ngân hàng đầu tư mới thực hiện cho vay bất động sản và nguồn vốn của các ngân hàng đầu tư để cho vay dưới chuẩn dường như đã trở thành bất tận.

Chứng khoán hóa đã trở thành một công cụ chuyển giao rủi ro từ phía ngân hàng cho vay bất động sản sang các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán. Chính điều này đã

thúc đẩy các nhà đầu tư mạo hiểm đẩy mạnh cho vay dưới chuẩn. Trên thực tế, những năm 2002-2006, các ngân hàng đua nhau đổ vốn vào các công ty tài chính chuyên triển khai hoạt động cho vay bất động sản dưới chuẩn hoặc thành lập các công ty riêng để thực hiện cho vay dưới chuẩn và chứng khoán hóa các khoản vay nợ dưới chuẩn. Rất nhiều trung gian tài chính tham gia vào chu trình này, đó là các ngân hàng, các tổ chức tài chính, các công ty định mức tín dụng, các môi giới cho vay, các công ty quản lý... họ đều tham gia tích cực vào chu trình này và đều kiếm được nhiều khoản lợi nhuận kếch xù.

Nhờ sự hấp dẫn của những món lợi kếch xù đó mà thủ tục cho vay bất động sản vốn đã dưới chuẩn nay còn lỏng lẻo hơn (để nhanh chóng biến thành chứng khoán và để ra tiền). Người Mỹ, chưa bao giờ lại có thể biến ước mơ mua nhà thành hiện thực dễ như trong giai đoạn này. Thị trường bất động sản cũng vì vậy mà phát triển nhanh và rộng khắp nước Mỹ. Nếu như năm 2002, doanh số cho vay dưới tiêu chuẩn cung cấp cho thị trường khoảng 200 tỷ USD, thì năm 2003 đã tăng lên 320 tỷ USD, năm 2004 là 550 tỷ USD, mỗi năm 2005-2006 con số này đạt gần 700 tỷ USD, chiếm khoảng 25% thị phần cho vay thế chấp mua nhà toàn nước Mỹ.

Tuy nhiên, cuộc chơi không dừng ở đó. Khi FED tăng lãi suất, thị trường bắt đầu bộc lộ những lỗ hổng. Và một ai đó, đến hạn không bán được nhà, không trả được nợ (nạn nhân đầu tiên của khủng hoảng) sẽ bị ngân hàng tịch thu tài sản và hóa giá trên thị trường. Nhưng sự việc không dừng ở con số một vài người không trả được nợ. Nhiều, thậm chí rất nhiều người dân Mỹ đến hạn trả nợ nhưng không trả được nợ và theo luật, bị xiết nợ và phát mại tài sản. Những người có năng lực tài chính mỏng manh đã trở về tay trắng và xóa đi mơ ước được sở hữu một căn nhà riêng của mình. Không những thế, khi thị trường đóng băng, nhà phát mại cũng không bán được, ngân hàng cũng không thu hồi được vốn, tính thanh khoản của các ngân hàng bị tấn công và mất thanh khoản trở nên trầm trọng, hoảng loạn xảy ra, khủng hoảng tín

dụng bất động sản dưới chuẩn và khủng hoảng tài chính đã được hình thành và gây ra nhiều hậu quả nghiêm trọng cho toàn thế giới.

5. Hậu quả

Khủng hoảng tài chính lần này được ví như cơn sóng thần tàn phá hệ thống kinh tế thế giới, gây ra nhiều hậu quả tồi tệ trong các năm 2009, 2010 và dự báo còn tiếp diễn. Các nền kinh tế lớn chính là những nạn nhân rơi vào suy thoái sớm nhất và nặng nề nhất. Hậu quả của cuộc khủng hoảng là rất lớn. Tất cả các thị trường (thị trường bất động sản, thị trường tín dụng, thị trường tài chính, chứng khoán, không chỉ ở trong nước Mỹ mà rộng khắp trên thế giới) đều bị ảnh hưởng nặng nề. Có thể chia các hậu quả của cuộc khủng hoảng này thành một số loại như sau:

Trước hết, là những người vay dưới chuẩn mua nhà nhưng không hoàn trả được vốn vay. Tiếp theo, các nhà đầu tư nắm giữ trái phiếu hình thành từ chứng khoán hóa nợ dưới chuẩn là người chịu hậu quả nặng nề. Theo một số tính toán, tổn thất do giảm giá trị trái phiếu của toàn thị trường lên tới khoảng 220 tỷ – 450 tỷ USD.

Sau nữa, là các ngân hàng đầu tư, nhiều người cho vay dưới chuẩn thực thụ. Đã có hàng loạt ngân hàng đầu tư trót nắm giữ các trái phiếu nợ dưới chuẩn chưa kịp chuyển giao cho người khác đã phải ghi nhận các khoản tổn thất lên đến nhiều tỷ USD, ví dụ như Citi Group (21 tỷ USD), Merrill Lynch (25 tỷ USD), UBS (18 tỷ USD), Morgan Stanley (10 tỷ USD), JP Morgan (2,2 tỷ USD), Bear Stearns (2 tỷ USD), Lehman Brothers (1,5 tỷ USD), Goldman Sachs (1,3 tỷ USD). Tổng thiệt hại tài chính của các ngân hàng đầu tư trong năm 2007 ước tính lên tới hàng trăm tỷ USD.

Không chỉ thiệt hại về giảm giá trái phiếu, mà cổ phiếu các ngân hàng đầu tư cũng bị sụt giảm. Với tổn thất nặng nề này, hàng trăm ngân hàng đầu tư và tổ chức tài chính đã phải đệ đơn xin phá sản (UBS, Citigroup, Merrill Lynch, Bear Stearns...).

Đến lúc này, thị trường chứng khoán nói riêng và thị trường tài chính, tín dụng toàn

cầu đã bắt buộc phải chứng kiến cơn địa chấn tài chính hung dữ nhất gây ra nhiều tác động không lường hết được đó là những hậu quả sinh ra từ suy thoái kinh tế toàn cầu.

Đối mặt với khủng hoảng tài chính toàn cầu, để giải cứu thị trường và ngăn chặn hậu quả phá sản dây chuyền, chính phủ các nước và các tổ chức quốc tế (IMF, WB) đã thực hiện nhiều biện pháp giải cứu lớn chưa từng thấy.

Chính phủ Mỹ đã sẵn sàng chi ra 7.000 tỷ USD - một số tiền gây sốc và lớn chưa từng có - khoảng một nửa GDP; bình quân mỗi người dân Mỹ chi 23.000 USD để giải cứu thị trường. Chính phủ Anh cũng đã tung ra gói cứu trợ có tổng trị giá lên đến 550 tỷ GBP (khoảng 790 tỷ USD). Đức đã thông qua một chương trình cứu trợ lên tới 480 tỷ EUR (khoảng 667 tỷ USD). Các khoản trợ giúp của Pháp lên tới hơn 360 tỷ EUR (khoảng 500 tỷ USD). Nhật Bản đã bơm 20,7 tỷ USD vào hệ thống ngân hàng và tiếp tục đưa ra kế hoạch cứu trợ 110 tỷ USD. Trung Quốc cũng tuyên bố một gói kích thích kinh tế trị giá tương đương 586 tỷ USD. Nga sử dụng 950 tỷ rúp (khoảng 36,4 tỷ USD) cho các ngân hàng vay trong thời hạn 5 năm, đồng thời, chi 50 tỷ USD hỗ trợ thanh khoản cho các ngân hàng và công ty tài chính.

Quý Tiên tệ quốc tế cũng đã quyết định dành 100 tỷ USD cho các quốc gia hiện có tình hình tài chính tốt, tăng trưởng vững vay nếu họ bất ngờ phải đối mặt với nguy cơ vỡ nợ do sự tháo chạy của các nhà đầu tư nước ngoài. Ngân hàng Thế giới cũng đã tuyên bố sẽ giúp các nước và doanh nghiệp tư nhân tại Đông Á giải quyết ảnh hưởng của khủng hoảng tài chính toàn cầu. Nhóm G20 đã họp khẩn cấp để bàn các biện pháp đối phó với khủng hoảng tài chính và “cam kết sử dụng mọi công cụ tài chính, kinh tế nhằm đảm bảo sự ổn định và vận hành tốt của các thị trường tài chính”.

Sự phối hợp đồng bộ giữa các nước, các tổ chức tài chính thế giới và quy mô của các chương trình giải cứu thị trường chống lại sự tàn phá của cuộc khủng hoảng lần này là chưa từng có tiền lệ - kể cả khủng hoảng kinh tế 1929-1933, khủng hoảng nợ 1980's, khủng

hoảng thị trường chứng khoán Mỹ năm 1987 hay khủng hoảng tài chính Châu Á năm 1997.

6. Tác động và đối sách của Việt Nam

Việt Nam là nền kinh tế đang phát triển, GDP bình quân đầu người còn thấp, tuy nhiên, từ khi thực hiện đường lối đổi mới, chủ động hội nhập với thế giới, nhất là từ khi chính thức trở thành thành viên WTO thì hệ thống kinh tế - tài chính Việt Nam đã gắn rất chặt chẽ với hệ thống kinh tế - tài chính thế giới, mặc dù, quy mô kinh tế nhỏ nhưng độ mở kinh tế lại quá lớn, càng ngày, sự xâm nhập 2 chiều giữa Việt Nam và hệ thống kinh tế - tài chính thế giới càng sâu rộng. Chính vì vậy, khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007-2008 đã tác động không nhỏ tới kinh tế Việt Nam theo 2 kênh chủ đạo là: (i) những tác động trực tiếp đến hệ thống tài chính, ngân hàng, chứng khoán và (ii) những tác động thông qua kênh thương mại quốc tế. Những tác động này diễn ra cả ở chiều nhập và chiều xuất, cả vĩ mô và vi mô, cả khu vực công và khu vực tư, cả khu vực NSNN và ngoài NSNN. Hậu quả chung là Việt Nam cũng rơi vào tình trạng suy giảm kinh tế ngay từ những tháng cuối năm 2008 và cả quý 1 năm 2009; tốc độ tăng trưởng GDP năm 2009, tuy vẫn đạt mức khá cao so với thế giới (5,32%) nhưng ở vào mức thấp nhất của Việt Nam trong thập kỷ qua.

Trước tình hình suy thoái kinh tế thế giới diễn biến rất khó lường, kinh tế trong nước đang suy giảm, *Chính phủ đã triển khai 5 nhóm giải pháp kích thích kinh tế*: (1) các giải pháp thúc đẩy sản xuất và xuất khẩu; (2) các giải pháp kích cầu đầu tư và kích cầu tiêu dùng (đầu tư nhà nước và doanh nghiệp); (3) các chính sách tài chính (thuế, hải quan, chi tiêu NSNN, cơ cấu lại nợ, quản lý bội chi); (4) các chính sách tiền tệ (lãi suất, tỷ giá, công cụ của chính sách tiền tệ); (5) các chính sách an sinh xã hội (bảo hiểm thất nghiệp, triển khai hỗ trợ 61 huyện nghèo và các vùng bị thiên tai...).

Về chính sách tài chính, năm 2009, Việt Nam đã triển khai các biện pháp cơ bản như sau: (1) giảm 30% thuế thu nhập doanh nghiệp; giãn thời hạn nộp thuế thu nhập

doanh nghiệp cho các doanh nghiệp nhỏ và vừa đối với 70% số thuế còn lại sau khi giảm; (2) cho phép hoàn VAT trước (90% số hoàn thuế), hoàn thiện chứng từ sau, tạo điều kiện cho các doanh nghiệp có vốn để thúc đẩy kinh doanh, xuất khẩu; (3) điều chỉnh thuế suất thuế xuất khẩu đối với một số loại tài nguyên, khoáng sản; sửa đổi thuế suất thuế tài nguyên theo hướng hạn chế xuất khẩu, bảo đảm nguồn nguyên liệu cho sản xuất trong nước; (4) điều chỉnh giảm thuế suất thuế nhập khẩu đối với một số nhóm hàng là nguyên liệu đầu vào của sản xuất, trong nước chưa sản xuất được hoặc có sản xuất nhưng không đáp ứng đủ nhu cầu để tạo điều kiện cho các doanh nghiệp giảm chi phí, nâng cao sức cạnh tranh. Điều chỉnh tăng thuế trong khuôn khổ cam kết WTO, tạo điều kiện cho phát triển sản xuất trong nước, kiểm chế nhập siêu; (5) giãn thời gian ân hạn nộp thuế đối với một số ngành hàng phù hợp với chu kỳ sản xuất và tiêu thụ sản phẩm (đóng tàu, sản xuất cơ khí...); cải cách thủ tục xuất nhập khẩu, rút ngắn thời gian thông quan hàng hoá, đơn giản hoá thủ tục hoàn thuế, quyết toán thuế đối với nguyên liệu nhập khẩu để sản xuất, gia công hàng xuất khẩu.

Về chính sách tiền tệ, Việt Nam đã thực hiện các biện pháp tăng cường khả năng tiếp cận nguồn vốn tín dụng cho các doanh nghiệp, nhất là các doanh nghiệp nhỏ và vừa; doanh nghiệp sản xuất, kinh doanh hàng xuất khẩu và doanh nghiệp gặp khó khăn trong tiêu thụ sản phẩm, tiếp tục xem xét điều chỉnh giảm dự trữ bắt buộc của các tổ chức tín dụng; điều chỉnh giảm lãi suất cơ bản phù hợp để hỗ trợ doanh nghiệp sản xuất, kinh doanh. NHNN đã hướng dẫn các tổ chức tín dụng thực hiện việc cho vay theo lãi suất thỏa thuận quy định tại Nghị quyết số 23/2008/QH 12 ngày 6-11-2008 của Quốc hội. Các ngân hàng thương mại thực hiện việc cơ cấu lại thời hạn nợ và áp dụng các giải pháp xử lý nợ vay vốn ngân hàng phù hợp với quy định của pháp luật đối với các hộ nông dân bị thiệt hại do thiên tai và các doanh nghiệp gặp khó khăn trong tiêu thụ sản phẩm. NHNN đã điều hành chính sách

tiền tệ linh hoạt, hiệu quả; điều chỉnh linh hoạt tỷ giá ngoại tệ theo tín hiệu thị trường, khuyến khích xuất khẩu, kiểm soát nhập khẩu, ổn định kinh tế vĩ mô, phấn đấu điều hành cân-cân thanh toán quốc tế theo hướng không để thâm hụt. NHNN chỉ đạo các ngân hàng thương mại xem xét điều chỉnh áp dụng lãi suất cho vay của các hợp đồng tín dụng xuống phù hợp theo mức lãi suất hiện hành; không phạt do quá hạn đối với doanh nghiệp nhỏ và vừa gặp khó khăn. Ngân hàng Phát triển Việt Nam thực hiện bảo lãnh tín dụng cho các doanh nghiệp nhỏ và vừa nhằm hỗ trợ tốt hơn cho các doanh nghiệp tiếp cận nguồn vốn vay để phát triển sản xuất, kinh doanh, tạo thêm nhiều việc làm mới.

Nhờ việc thực hiện một cách linh hoạt và đồng bộ các chính sách tài khóa - tiền tệ và các chính sách vĩ mô khác, nền kinh tế Việt Nam đã vượt qua đáy khủng hoảng (quý II/2009) và bắt đầu phục hồi ngay từ quý III/2009, đạt tốc độ tăng trưởng kinh tế cả năm 5,32%, tỷ lệ lạm phát được kiểm chế ở mức 6,88%, thị trường chứng khoán và các hoạt động dịch vụ tài chính, ngân hàng được từng bước phục hồi. Về cơ bản, Việt Nam đã thực hiện được mục tiêu tổng quát là ngăn chặn suy giảm kinh tế, duy trì tăng trưởng hợp lý, ổn định kinh tế vĩ mô và bảo đảm an sinh xã hội, tất cả các lĩnh vực kinh tế - xã hội đều đã đạt những kết quả tích cực, quan trọng./.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Adams C. and Park D., 2009, "Causes and Consequences of Global Imbalances: Perspective from Developing Asia", *Asian Development Review*, vol. 26, No. 1.
2. Báo cáo của Đại học Harvard phân tích và khuyến nghị về điều hành chính sách vĩ mô của Việt Nam.
3. Chính phủ Việt Nam, *Nghị quyết 30/2008/NQ-CP ngày 11-12-2008 của Chính phủ về những giải pháp cấp bách nhằm ngăn chặn suy giảm kinh tế, duy trì tăng trưởng kinh tế, bảo đảm an sinh xã hội*.
4. Chính phủ Việt Nam, *Nghị quyết các phiên họp Chính phủ* (tài liệu trên trang web www.chinhphu.vn).
5. Các tài liệu và số liệu phổ biến trên Website của Tổng cục Thống kê.
<http://www.gso.gov.vn/Default.aspx?tabid=217>.
6. Các tài liệu và số liệu phổ biến trên Website của Bộ Tài chính <http://mof.gov.vn/default.aspx?tabid=87>.